

Các yếu tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty ngành công nghiệp niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh

The factors affecting the dividend payout ratio of industry companies on the Ho Chi Minh City Stock Exchange

Phan Ngọc Thùy Như¹, Nguyễn Kim Phước^{1*}

¹Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

*Tác giả liên hệ, Email: phuoc.nk@ou.edu.vn

THÔNG TIN	TÓM TẮT
DOI:10.46223/HCMCOUJS.econ.vi.17.2.2061.2022 Ngày nhận: 25/09/2021 Ngày nhận lại: 22/10/2021 Duyệt đăng: 10/11/2021 <i>Từ khóa:</i> chính sách cổ tức; HOSE; ngành công nghiệp <i>Keywords:</i> dividend policy; HOSE; industry	Với mục tiêu tìm hiểu liệu chính sách cổ tức của các công ty nhóm ngành công nghiệp chịu sự tác động bởi những nhân tố nào, nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 39 công ty nhóm ngành công nghiệp đã và đang niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) trong 12 năm liên tục trong giai đoạn 2009 - 2020. Dữ liệu bao gồm 468 quan sát (39 công ty * 12 năm) được thu thập từ báo cáo tài chính của các công ty nhóm ngành công nghiệp. Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng POOL, FEM, REM và FGLS được sử dụng để phân tích dữ liệu và kiểm định mô hình. Với phương pháp FGLS, kết quả cho thấy, 05/08 biến độc lập có tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty nhóm ngành công nghiệp. Từ kết quả nghiên cứu, một số hàm ý quản trị được đề xuất nhằm đảm bảo mức thanh toán cổ tức mà vẫn bảo đảm hiệu quả hoạt động. ABSTRACT The objective is to consider the factors affecting the dividend policy of industry companies. The study uses data from 39 industry companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) for 12 years continuously from 2009 to 2020. The data includes 468 observations (39 companies * 12) collected from audited financial statements of industry companies. The study uses regression methods of panel data POOL, FEM, REM, and FGLS to analyze data and test the research model. The analysis results by the FGLS method show that, 05 of 08 independent variables affect the dividend payout ratio of industry companies. Based on the research results, some governance implications are proposed to increase dividend payouts to shareholders and ensure efficient corporate operations.

1. Giới thiệu

Cổ tức được xem như một phần lợi nhuận mà công ty có được, như “phần thưởng” mà doanh nghiệp phân phối cho các cổ đông của họ. Phân phối cổ tức có thể được thực hiện dưới

nhiều cách khác nhau, có thể bằng tiền hoặc cổ phiếu hoặc bất kỳ phương thức nào khác và tất nhiên công ty cũng không bắt buộc phải chi trả cổ tức. Chính sách cổ tức của công ty là lựa chọn về việc sẽ giữ lại một phần lợi nhuận không chia để tái đầu tư hay phân phối cho các cổ đông (Al-Malkawi, Rafferty, & Pillai, 2010). Vì thế, nếu nói đến chính sách cổ tức tức là đề cập đến các quyết định về hình thức, quy mô và thời điểm chi cổ tức cho cổ đông. Đôi khi, giữa cổ đông và người quản lý có những kỳ vọng khác nhau về chính sách cổ tức (Priya & Mohanasundari, 2016). Chính sách cổ tức nhạy cảm với nhiều biến, bao gồm đặc điểm của doanh nghiệp và thị trường cũng như phương thức chia cổ tức (Bushra & Mirza, 2015). Chính vì thế, các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức luôn có sự khác biệt, chính xác hơn là không tồn tại một khung định hình các yếu tố phù hợp với mọi doanh nghiệp (Baker & Weigand, 2015).

Kết quả của các nghiên cứu trong và ngoài nước đã đưa ra những chứng minh khoa học cho thấy các nhân tố tác động đến chính sách chi trả cổ tức không đồng nhất với nhau. Điển hình như nghiên cứu của Zhong (2016) với các ngân hàng tại Trung Quốc cho thấy khả năng tăng trưởng của các ngân hàng không có ảnh hưởng đến tỷ lệ chia cổ tức. Điều này trái với kết luận của Ahmed và Murtaza (2015) về chính sách cổ tức của những tập đoàn ở Pakistan, tỷ lệ cổ tức chịu ảnh hưởng của khả năng tăng trưởng công ty. Aivazian, Booth, và Cleary (2006), Ahmed và Murtaza (2015) đã ghi nhận tác động tích cực của lợi nhuận, qui mô công ty đến tỷ lệ tăng trưởng cổ tức, trong khi nghiên cứu của Khan và Ahmad (2017) lại không ghi nhận sự ảnh hưởng này. Khan và Ahmad (2017) cũng không chứng minh được đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tới quyết định chi trả cổ tức. Các nghiên cứu khác của Aivazian và cộng sự (2006), Zhong (2016), chứng minh rằng, đòn bẩy tài chính hoặc tỷ lệ nợ của các công ty có tác động trái chiều tới mức chia cổ tức.

Tại Việt Nam các nghiên cứu liên quan đến chính sách cổ tức của H. T. M. Nguyen, Nguyen, và Nguyen (2014); Ngo (2016) cũng phản ánh sự đa dạng về kết quả nghiên cứu. Nếu H. T. M. Nguyen và cộng sự (2014) cho rằng, tỷ lệ tăng trưởng của công ty không tác động đến cổ tức, thì Ngo (2016) lại cho thấy tỷ lệ cổ tức chịu ảnh hưởng lớn từ sự tăng trưởng. Không chỉ có tỷ lệ tăng trưởng của công ty ảnh hưởng đến chính sách cổ tức mà khả năng thanh toán cũng thế (Le, Duong, & Bui, 2019). Tuy nhiên đối với nhân tố khả năng thanh toán thì Truong và Pham (2015) lại kết luận rằng, khả năng thanh toán không ảnh hưởng đến tỷ lệ cổ tức.

Như vậy, sự đa dạng về các nhân tố liên quan đến chính sách chia cổ tức của các công ty cổ phần đều được ghi nhận thông qua các nghiên cứu ở nhiều quốc gia. Để có thêm bằng chứng khoa học liên quan đến chính sách cổ tức, nghiên cứu hướng đến tỷ lệ chia cổ tức của các công ty nhóm ngành công nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh. Khác với các nghiên cứu trước, nghiên cứu này tập trung vào dữ liệu của một ngành cụ thể với mục đích loại bỏ những khác biệt về đặc điểm ngành, giảm thiểu những sai lệch của kết quả nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước

Chính sách cổ tức đã được đề cập trong lý thuyết cổ tức cao, lý thuyết cổ tức thấp và lý thuyết không liên quan đến cổ tức. Với cách tiếp cận khác nhau đã đưa đến sự đa dạng về kết quả nghiên cứu với chủ đề cổ tức. Về sau, lý thuyết “tín hiệu” và lý thuyết “chi phí đại diện” ra đời lại càng làm sự tranh luận này trở nên sôi nổi hơn.

Lý thuyết không liên quan đến cổ tức của Miller và Modigliani (1961) lập luận rằng công ty có tỷ lệ chi cổ tức cao hơn thì phải bán cổ phiếu của họ cao hơn, cổ tức không liên quan đến hoạt động của công ty (Frankfurter & Wood, 2002). Các quyết định đầu tư được thực hiện phụ thuộc giá trị vốn hóa thu nhập tương lai, thay vì quan tâm đến vấn đề chia cổ tức của công ty, dựa trên quan điểm rằng nếu họ cần tiền thì có thể bán cổ phiếu trên thị trường hoàn hảo hơn là kỳ vọng vào cổ tức. Lý thuyết Miller và Modigliani (1961) đặt giả định thị trường vốn hoàn hảo, thông tin đầy đủ và thuế cũng như chi phí giao dịch không tồn tại. Đồng thời, nghiên cứu của

Miller và Modigliani (1961) cho rằng, rủi ro doanh nghiệp phụ thuộc vào rủi ro của dòng tiền hoạt động chứ không phải bởi cách thức phân chia thu nhập của công ty.

Bên cạnh quan điểm của Miller và Modigliani (1961), lý thuyết cổ tức của Lintner (1956) và Gordon (1962) với quan điểm về sự không chắc chắn và không tồn tại thông tin hoàn hảo. Nhà đầu tư sẽ muốn “con chim nằm trong tay” hay cổ tức tiền mặt hơn, bởi lẽ việc nhận mức cổ tức ở hiện tại mang tính chắc chắn hơn là dòng tiền tương lai. Còn Walter (1963) quan niệm rằng mức cổ tức bị chi phối bởi dòng tiền và rủi ro của công ty, tỷ lệ cổ tức cao sẽ khuếch đại giá trị công ty. Bằng lý thuyết chi phí đại diện và dòng tiền tự do, M. C. Jensen và Meckling (1976) thể hiện sự không đồng thuận về những giả định trong lý thuyết của Miller và Modigliani (1961). Tồn tại sự xung đột về lợi ích giữa quản lý doanh nghiệp và cổ đông, vì thế kỳ vọng rằng cổ tức được chi trả sẽ tối thiểu hóa các xung đột lợi ích này. Thực tế là nguồn lực dùng để chi cổ tức sẽ làm suy yếu dòng tiền tự do, dẫn đến sự hạn chế trong việc vận hành dòng tiền khả dụng của nhà quản lý doanh nghiệp (Alli, Khan, & Ramirez, 1993; M. C. Jensen, 1986). Rõ ràng, để tiến hành các kế hoạch kinh doanh buộc nhà quản lý phải tiến hành huy động vốn trên thị trường tài chính. Tất nhiên là hoạt động sử dụng vốn được đặt dưới sự giám sát của những chủ thể cung ứng nguồn vốn chứ không phải chỉ có cổ đông hiện hữu, dẫn đến hạ thấp chi phí đại diện. Tuy nhiên, việc khai thác nguồn vốn trên thị trường tài chính bằng việc đi vay tức là tăng đòn bẩy tài chính sẽ liên quan đến rủi ro tài chính và lợi nhuận ròng.

Nếu Bhattacharya (1979) không ghi nhận sự tương quan giữa rủi ro của dòng tiền và tỷ lệ cổ tức thì Rozeff (1982) lại ghi nhận rằng giữa rủi ro và cổ tức có tương quan ngược chiều, công ty có rủi ro cao sẽ giảm chi trả cổ tức (G. R. Jensen, Solberg, & Zorn, 1992).

Lý thuyết tín hiệu cổ tức của Bhattacharyya (1979) phát hiện rằng nhà đầu tư có thể xem thông tin về mức cổ tức được chi trả là cơ sở cho những dự báo về triển vọng của công ty, mức độ biến động trong chính sách cổ tức không chỉ phản ánh thực trạng hoạt động mà còn là tín hiệu về triển vọng của công ty. Tính minh bạch của thông tin, nhất là thông tin về chính sách cổ tức là căn cứ của các dự báo và quyết định đầu tư của thị trường.

Không chỉ ở góc độ lý thuyết, chính sách cổ tức đã và đang là chủ đề của nhiều công trình nghiên cứu thực nghiệm. Trong các nhân tố có tác động đến chính sách cổ tức hay tỷ lệ cổ tức thì hệ số EPS (thu nhập/cổ phần) được các nghiên cứu của Ahmed và Murtaza (2015), Truong và Pham (2015), Zhong (2016), Gangil và Nathani (2018), Le và cộng sự (2019), P. T. K. Nguyen (2020) ghi nhận có tác động tích cực đến mức cổ tức của doanh nghiệp.

Chỉ tiêu phản ánh đòn bẩy tài chính thể hiện bằng tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cũng tác động đến tỷ lệ cổ tức, kết quả này thể hiện thông qua các nghiên cứu trước của Ahmed và Murtaza (2015), Zhong (2016), Khan và Ahmad (2017), Trisanti (2018), Edmund (2018), Le và cộng sự (2019), Bach (2019). Nhận định này được kiểm chứng thông qua nhiều nguồn dữ liệu đa dạng từ các doanh nghiệp niêm yết trên thế giới và Việt Nam, hầu hết đều đưa ra bằng chứng ghi nhận tác động của tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu hay đòn bẩy tài chính đến chính sách chi trả cổ tức, cụ thể là khi công ty gia tăng phát hành chứng khoán nợ hay vay nợ nhiều hơn, thì tỷ lệ chi trả cổ tức giảm xuống rõ rệt.

Ngoài ra, các nghiên cứu cũng ghi nhận sự không đồng nhất về sự tương quan giữa các yếu tố như quy mô doanh nghiệp (thường đại diện bằng tổng tài sản), tăng trưởng công ty (thường thể hiện bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu) với tỷ lệ cổ tức. Theo Ahmed và Murtaza (2015), Khan và Ahmad (2017) thì quy mô công ty không ảnh hưởng đến cổ tức. Ngược lại, H. T. Nguyen, Le, và Bui (2015), Trisanti (2018), Bach (2019) công bố rằng chính sách cổ tức hay tỷ lệ chia cổ tức chịu ảnh hưởng bởi quy mô công ty, công ty có quy mô càng lớn thì chi trả cổ tức với tỷ lệ cao

hơn. Mặc dù cũng ghi nhận sự tương tác của quy mô công ty với tỷ lệ chi trả cổ tức, nhưng nghiên cứu của Bushra và Mirza (2015) lại kết luận quy mô công ty có tác động âm đến mức cổ tức của các công ty ở Pakistan. Đối với biến số phản ánh tăng trưởng của công ty, kết quả từ các nghiên cứu của Ahmed và Murtaza (2015), Bushra và Mirza (2015), Ngo (2016), Trisanti (2018) thể hiện tỷ lệ chi trả cổ tức phụ thuộc vào tốc độ tăng doanh thu. Zhong (2016) không ghi nhận mối tương quan giữa tỷ lệ chi trả cổ tức và tốc độ tăng doanh thu của các ngân hàng Trung Quốc. Mâu thuẫn trong kết quả nghiên cứu về mối quan hệ này lại thể hiện thông qua kết luận của Khan và Ahmad (2017), Le và cộng sự (2019), cụ thể là tỷ lệ cổ tức nghịch biến với tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp.

Khả năng thanh toán của doanh nghiệp có tác động tích cực đến mức chi cổ tức theo Ahmed và Murtaza (2015), Zhong (2016), Khan và Ahmad (2017), Le và cộng sự (2019). Nhưng Mehta (2012) lại không ghi nhận tương quan giữa khả năng thanh toán hiện thời với chính sách cổ tức của các công ty ở UAE. Điều này tương tự kết luận của Mehta (2012), Manjunatha và Akash (2019) rằng khả năng thanh toán, nợ ngắn hạn không chi phối tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty tại Ấn Độ.

Một trong những nhân tố được nhiều nghiên cứu về chính sách cổ tức đề cập là loại hình sở hữu hay cơ cấu sở hữu của doanh nghiệp. Loại hình sở hữu của các ngân hàng có ảnh hưởng đến mức chia cổ tức, các ngân hàng có vốn nhà nước có tỷ lệ cổ tức cao hơn, nhưng nhìn chung mức chia cổ tức của các tổ chức kinh doanh tiền tệ thấp hơn các doanh nghiệp ở các lĩnh vực khác (Zhong, 2016). Ảnh hưởng của loại hình sở hữu khác biệt giữa các doanh nghiệp ở các ngành nghề khác nhau (H. T. M. Nguyen & ctg., 2014; Wang, Manry, & Wandler, 2011). Nghiên cứu của Lam, Sami, và Zhou (2012), Sakinc và Gungor (2015) đều ghi nhận sự chi phối của cấu trúc vốn theo loại hình sở hữu đến tỷ lệ cổ tức của các công ty cổ phần tại Trung Quốc và Istanbul, nhất là các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài có tỷ lệ chi trả cổ tức thấp và tỷ lệ vốn nước ngoài càng cao thì mức cổ tức càng thấp. Cũng tìm hiểu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và tỷ lệ cổ tức của các công ty có vốn nước ngoài tại Việt Nam nhưng kết quả lại phản ánh quan hệ đồng biến giữa mức cổ tức và tỷ lệ vốn nước ngoài (H. T. M. Nguyen & ctg., 2014).

Như đã đề cập trong lý thuyết của M. C. Jensen và Meckling (1976) thì chính sách cổ tức hợp lý sẽ tối thiểu hóa xung đột lợi ích giữa quản lý doanh nghiệp và cổ đông. Nhà đầu tư cổ phiếu đánh giá cao việc chi cổ tức bằng tiền mặt hơn là nhận “cổ phiếu thưởng”- hình thức chi trả cổ tức mà không tác động trực tiếp đến dòng tiền hiện tại của tổ chức (Firth, Gao, Shen, & Zhang, 2016). Với cổ đông, họ cho rằng đây là lựa chọn rủi ro thấp (M. C. Jensen, 1986) nhưng với nhà quản lý thì đây lại là rào cản đối với sự chủ động trong việc sử dụng dòng tiền hoạt động (M. C. Jensen & Meckling, 1976). Điều này giải thích việc các nhà quản lý ưu tiên chọn lựa hình thức chia cổ tức bằng cổ phiếu khi dòng ngân quỹ hạn chế hơn trước hoặc đang có nhu cầu hiện thực hóa những cơ hội kinh doanh nếu có nguồn tài trợ phù hợp. Theo quan điểm này, rõ ràng cách thức chia cổ tức đã bộc lộ triển vọng và cơ hội đầu tư của công ty (Baker & Wurgler, 2004).

Từ việc ghi nhận sự đa dạng trong các kết quả nghiên cứu về chính sách cổ tức của các doanh nghiệp, kết hợp với kỳ vọng tìm hiểu chính sách cổ tức của một nhóm ngành cụ thể, nghiên cứu này tiến hành phân tích các yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết thuộc nhóm ngành công nghiệp nhằm cung cấp minh chứng thực nghiệm có thể góp phần lấp đầy khoảng trống nghiên cứu về chính sách cổ tức.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa vào khung lý thuyết và kết quả nghiên cứu trước, mô hình nghiên cứu đề xuất như sau:

$$Y_{it} = a + \sum_{t=1}^{12} \alpha X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Với t là số năm ($t = \{1;12\}$); X là các biến độc lập ($X = \{1;8\}$); α là hệ số hồi quy tương ứng với số biến độc lập; i là số công ty có cổ phiếu niêm yết ($i = \{1;39\}$). Y hay DIV là biến phụ thuộc được tính bằng logarit mức cổ tức/mệnh giá cổ phiếu.

Bảng 1

Thang đo và giả thuyết nghiên cứu

Biến quan sát (mã biến)	Giải thích biến	Giả thuyết	Kỳ vọng	Cơ sở chọn biến và kỳ vọng dấu
Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)	Lợi nhuận sau thuế/Số cổ phần (đồng)	H1	Dương	Truong và Pham (2015), Zhong (2016), Gangil và Nathani (2018), P. T. K. Nguyen (2020)
Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV)	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu (%)	H2	Âm	Zhong (2016), Khan và Ahmad (2017), Edmund (2018), Le và cộng sự (2019)
Khả năng thanh toán hiện hành (CP)	Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn (%)	H3	Dương	Ahmed và Murtaza (2015), Zhong (2016), Khan và Ahmad (2017)
Tốc độ tăng doanh thu (SAG)	{(Doanh thu năm sau/ Doanh thu năm trước)- 1}*100 (%)	H4	Dương	Ahmed và Murtaza (2015), Bushra và Mirza (2015), Ngo (2016), Trisanti (2018)
Quy mô công ty (SIZE)	Log của tổng tài sản (Log của tỷ đồng)	H5	Dương	H. T. Nguyen và cộng sự (2015), Trisanti (2018), Bach (2019)
Sở hữu nhà nước (SCA)	{Số cổ phần sở hữu nhà nước/Số cổ phần phát hành}*100 (%)	H6	Dương	Wang và cộng sự (2011), H. T. M. Nguyen và cộng sự (2014)
Sở hữu nước ngoài (FCA)	{Số cổ phần sở hữu nước ngoài/Tổng số cổ phần phát hành} *100 (%)	H7	Âm	Lam và cộng sự (2012), Sakinc và Gungor (2015)
Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD)	Biến giả, bằng 1 nếu công ty chia cổ tức vừa bằng tiền, vừa bằng cổ phiếu, bằng 0 nếu ngược lại	H8	Dương	M. C. Jensen và Meckling (1976), Baker và Wurgler (2004), Firth và cộng sự (2016)

Nguồn: Đề xuất của các tác giả dựa vào kết quả tổng hợp lý thuyết (2021)

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng (POOL, REM và FEM) để phân tích dữ liệu của 39 công ty nhóm ngành công nghiệp đã/đang niêm yết cổ phiếu tại HOSE liên tục trong 12 năm (2009 - 2020) với 468 quan sát (12 năm * 39 công ty) bằng phần mềm Stata phiên bản 15.0 theo bốn bước: (i) Thống kê mô tả; (ii) Hồi quy dữ liệu bảng các mô hình POOL, REM và FEM; (iii) Kiểm định sự phù hợp của mô hình nghiên cứu; (iv) Kiểm tra, khắc phục các vi phạm của mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả thống kê

Bảng 2

Kết quả thống kê mô tả

Chỉ tiêu	ĐVT	Trung bình	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Độ lệch chuẩn
Tỷ lệ chia cổ tức (DIV)	%	16.25	0.00	80.00	15.54
Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)	Đồng	3.425	-10.33	29.22	3.766
Tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV)	%	49.62	4.215	125.63	19.29
Khả năng thanh toán hiện hành (CP)	Lần	1.923	0.222	26.04	1.917
Tốc độ tăng doanh thu (SAG)	%	11.38	-100	213.40	32.25
Quy mô công ty (SIZE)	Tỷ đồng	1,069.78	195.58	115,736.6	5,882.10
Sở hữu nhà nước (SCA)	%	15.22	0.00	62.8	19.65
Sở hữu nước ngoài (FCA)	%	15.12	0.00	62.8	18.34

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (2021)

Kết quả thống kê mẫu nghiên cứu từ dữ liệu của 39 công ty thuộc nhóm ngành công nghiệp niêm yết tại HOSE trong giai đoạn 2009 - 2020 (Bảng 2) cho thấy đặc điểm chung của các công ty ngành công nghiệp là quy mô tài sản rất lớn, công ty có tài sản thấp nhất là 195.58 tỷ đồng, cao nhất lên đến trên 115,736.6 tỷ đồng. Mức chênh lệch tài sản giữa các công ty là khá cao. Các công ty quy mô tài sản lớn, một phần được tài trợ từ nguồn vốn vay nên tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (LEV) cũng rất cao, cao nhất lên đến 125.63%, mức bình quân cũng đến gần 50%. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài và sở hữu nhà nước của các công ty trong ngành có tính tương đồng nhau, bình quân khoảng 15%. EPS của các công ty ngành công nghiệp cũng khá tốt, bình quân là 3,425 ngàn đồng/cổ phần, tương ứng với tỷ lệ chia cổ tức (bao gồm cổ phiếu và tiền mặt) bình quân mỗi năm của mỗi công ty là 16.25%. Tuy nhiên, biên độ giao động của EPS khá rộng (từ -10.33 ngàn đồng đến 29.22 ngàn đồng). Tốc độ tăng doanh thu của các công ty ngành công nghiệp giai đoạn (2009 - 2020) biến động khá lớn, bình quân toàn giai đoạn là 11.38%, tuy nhiên, có những công ty giảm doanh thu đến 100% nhưng cũng có năm, có công ty tăng doanh thu đến 213.4%. Sự biến động này là do chịu nhiều ảnh hưởng từ môi trường vĩ mô như tác động của đại dịch Covid-19 trong hai năm gần đây.

4.2. Kết quả hồi quy và các kiểm định

Bảng 3

Ma trận tương quan và hệ số VIF

	DIV	EPS	LEV	CP	SAG	SIZE	SCA	FCA	CSD	VIF
DIV	1									
EPS	0.1053***	1								1.13
LEV	-0.0523***	-0.1663***	1							1.63
CP	0.1074*	0.0504	-0.5528*	1						1.47
SAG	0.0024	0.1633*	0.0809	-0.10236	1					1.06
SIZE	0.1064*	-0.0151	0.0933*	-0.0724	0.1070	1				1.14
SCA	-0.0145	0.0346	0.1645*	-0.0794	0.0017	-0.0126	1			1.19
FCA	-0.0563	0.1264*	-0.0630	-0.0353	0.0309	0.0755	-0.3338*	1		1.18
CSD	-0.0527***	0,1801*	0.0061	-0.0204	0.0563	-0.0104	-0.0758	0.0704	1	1.05

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Theo ma trận tương quan (Bảng 3) thì giá trị tuyệt đối hệ số tương quan cặp giữa các biến đều thấp hơn so với 0.6 (tương quan cao nhất là hai biến CP và LEV có hệ số tương quan là 0.5528). Gujarati, Porter, và Gunasekar (2012) đã đề xuất kiểm tra giá trị hệ số nhân tố phóng đại phương sai (VIF) để kết luận vấn đề đa cộng tuyến. Kết quả (Bảng 3) cho thấy, hệ số tương quan giữa các biến tương đối nhỏ và các thành phần nhân tố trong mô hình cho hệ số VIF đều rất nhỏ ($VIF < 5$), cho thấy mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 4

Kết quả hồi quy

Biến phụ thuộc: Tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV)		Mô hình hồi quy		
Biến độc lập		POOL	FEM	REM
Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)		0.226*** [-13.22]	0.115*** [5.65]	0.159*** [8.44]
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV)		-0.00434 [-1.52]	0.00382 [-0.83]	-0.000658 [-0.18]
Khả năng thanh toán hiện hành (CP)		-0.0197 [-0.74]	-0.0136 [0.55]	0.00114 [0.05]
Tốc độ tăng doanh thu (SAG)		0.00111 [0.93]	-0.000296 [-0.19]	-0.000269 [0.25]
Quy mô công ty (SIZE)		-0.294*** [-0.422]	-0.592*** [-6.93]	-0.458*** [-5.92]

Biến phụ thuộc: Tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV)		Mô hình hồi quy		
Biến độc lập		POOL	FEM	REM
Sở hữu nhà nước (SCA)		-0.00288 [-1.24]	-0.00105 [-0.35]	-0.00134 [-0.51]
Sở hữu nước ngoài (FCA)		-0.00459** [-2.08]	-0.00271 [-0.96]	-0.00327 [-1.31]
Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD)		1.119*** [6.12]	1.258*** [7.21]	1.245 [7.16]
Hằng số		3.309***	4.893***	4.212***
Độ phù hợp mô hình		F(8,459)	F(8,241)	Wald chi2 (8)
Thông kê F/ Wald chi2		37.44***	19.96***	192.52***
Lựa chọn mô hình				
Kiểm định ảnh hưởng cố định (Wald test) F(8, 241)		19.96***		
Kiểm định Hausman (Hausman test) (chi2(8))		48.49***		

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%

Thông kê t trong ngoặc []

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (2021)

Kết quả Bảng 5 cho thấy, cả 03 mô hình POOL, FEM, REM đều có các chỉ số thống kê F, Wald có giá trị $\text{Prob} < \alpha = 5\%$ nên tất cả đều được đánh giá là phù hợp.

Lựa chọn OLS hoặc FEM: Kết quả kiểm định Wald (Bảng 4) cho thấy giá trị $\text{Prob} > F = 0.0000$ ($< \alpha = 5\%$) với $F(8, 241) = 19.96$ chứng tỏ với mức ý nghĩa 5%, chứng minh tồn tại sự khác biệt đặc trưng giữa các công ty trong mô hình. Mô hình FEM được chọn.

Lựa chọn FEM hoặc REM: Kết quả kiểm định Hausman cho thấy giá trị $\text{Prob} > \text{chi2} = 0.0000$ ($< \alpha = 5\%$) với $\text{chi2}(9) = 48.49$, khẳng định mô hình FEM phù hợp hơn mô hình REM khi nghiên cứu trên dữ liệu được sử dụng. Như vậy, mô hình FEM sẽ được sử dụng cho các phân tích tiếp theo.

Bảng 5

Kiểm tra hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi

Kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi	Chibar2	Prob > chibar2
Modified Wald test (chi2 (39))	1,440.69***	0.0000
Kiểm định hiện tượng tự tương quan	Pesaran	Pr
Pesaran's test	0.4513***	0.0000

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (2021)

Từ kết quả kiểm định ở Bảng 5 ta thấy, giá trị χ^2 có Prob > χ^2 nhỏ hơn 1%, và Pesaran có Pr < 1%, cho thấy mô hình FEM có hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Điều này sẽ hạn chế tính hiệu quả của mô hình FEM. Theo Beck và Katz (1995), để khắc phục hiện tượng phương sai sai số và tự tương quan, phương pháp ước lượng Feasible Generalized Least Squares (FGLS) là phù hợp, để kết quả ước lượng không chệch (Hoechle, 2007). Kết quả ước lượng mô hình FEM hiệu chỉnh bằng phương pháp FGLS (Bảng 6), các biến EPS, LEV, SIZE, FCA và CSD có tác động tới tỷ lệ cổ tức (DIV).

Bảng 6

Kết quả hồi quy hiệu chỉnh bằng FGLS

Biến phụ thuộc: Tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV)		Mô hình hồi quy	
Biến độc lập	Hệ số	Sai số chuẩn	Thống kê z
Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)	0.182***	0.0166	10.96
Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV)	-0.0067**	0.0314	-2.13
Khả năng thanh toán hiện hành (CP)	-0.0207	0.0232	-0.89
Tốc độ tăng doanh thu (SAG)	0.0005	0.0086	0.55
Quy mô công ty (SIZE)	-0.322***	0.0697	-4.62
Sở hữu nhà nước (SCA)	-0.0028	0.0024	-1.16
Sở hữu nước ngoài (FCA)	-0.0051**	0.0023	-2.21
Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD)	0.9745***	0.1185	8.23
Hằng số	3.784***	0.4090	9.26
Độ phù hợp mô hình			
Wald $\chi^2(8)$		271.80***	
Prob > χ^2		0.0000	

Ghi chú: Ký hiệu ***, ** và * lần lượt biểu thị cho mức ý nghĩa 1%; 5% và 10%

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (2021)

Thảo luận kết quả hồi quy

Theo kết quả hồi quy mô hình FEM hiệu chỉnh bằng phương pháp FGLS, không được chấp nhận H3, H4, H6 do không đạt mức ý nghĩa thống kê yêu cầu (Bảng 6). Nghĩa là các biến CP, SAG, SCA không tác động đến tỷ lệ cổ tức (DIV).

Chấp nhận các giả thuyết H1, H2, H5, H7 và H8 (Bảng 6). Nghĩa là, các biến EPS, LEV, SIZE, FCA và CSD có ảnh hưởng đến DIV. Trong đó, EPS và CSD có tác động cùng chiều, 03 biến còn lại có tác động trái chiều đến tỷ lệ chia cổ tức (DIV).

Kết quả kiểm định hình thức chia cổ tức bằng tiền mặt và bằng cổ phiếu (Bảng 7) cho thấy có sự khác biệt giữa hai hình thức này (có ý nghĩa thống kê). Giá trị trung bình của hình thức cho trả cổ tức tiền mặt đạt 9.7813 trong khi hình thức chi trả cổ tức bằng cổ phiếu chỉ có 1.847. Hay nói khác hơn, hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt được ưu tiên hơn và có tác động mạnh mẽ hơn đến tỷ lệ cổ tức của các công ty ngành công nghiệp.

Bảng 7

Kiểm định sự khác biệt về chính sách chi trả cổ tức

Biến	Số quan sát	Trung bình	Sai số chuẩn	Độ lệch chuẩn	[95% khoảng tin cậy]	
Tiền mặt	468	9.7813	0.508	10.999	8.782	10.780
Cổ phiếu	468	1.847	0.349	7.554	1.161	2.533
Khác biệt (diff)	468	7.933	0.619	13.398	6.717	9.151
Trung bình (diff) = Trung bình (R_TM - R_CP)					t = 12.8101	
Ho: Trung bình (diff) = 0					Bậc tự do = 467	
Ha: Trung bình (diff) < 0		Ha: Trung bình (diff) != 0		Ha: Trung bình (diff) > 0		
Pr(T < t) = 1.0000		Pr(T > t) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0000		

Nguồn: Tính toán và tổng hợp của tác giả (2021)

Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS): Kết quả chỉ ra rằng tỷ lệ chi trả cổ tức của các công ty đồng biến với EPS. Kết quả FGLS cho thấy, khi các yếu tố khác không thay đổi thì khi EPS tăng thêm 1,000 đồng thì tỷ lệ cổ tức sẽ tăng 18.19% và ngược lại (với mức ý nghĩa 1%). Kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Truong và Pham (2015), Zhong (2016), Gangil và Nathani (2018), P. T. K. Nguyen (2020). Cổ tức là thu nhập được kỳ vọng của nhà đầu tư và được thực hiện từ nguồn thu nhập ròng do công ty tạo ra, do vậy EPS tác động tích cực đến tỷ lệ cổ tức là điều phù hợp với mong đợi của nhà đầu tư cũng như với kỳ vọng dẫu của giả thuyết nghiên cứu.

Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (LEV): Kết quả phân tích thể hiện giữa tỷ lệ nợ (LEV) và tỷ lệ cổ tức của các công ty có tác động ngược chiều. Hệ số beta là -0.0067 thể hiện rằng khi các yếu tố khác không đổi, nếu tỷ lệ nợ tăng 1% thì tỷ lệ chia cổ tức sẽ giảm 0.67% và ngược lại (mức ý nghĩa 5%). Kết quả nghiên cứu của Zhong (2016), Khan và Ahmad (2017), Edmund (2018), Le và cộng sự (2019) cũng cho kết quả tương tự. Điều này hoàn toàn thống nhất với giả thuyết nghiên cứu cũng như thực tế rằng với một tỷ lệ nợ cao thì quản lý công ty có khuynh hướng thuyết phục cổ đông đánh đổi tỷ lệ cổ tức cao nhằm ưu tiên nghĩa vụ trả nợ trước khi chia lợi nhuận cho chủ sở hữu với quan điểm cổ đông là “người có quyền đòi hỏi sau cùng” đối với tài sản và dòng tiền của doanh nghiệp. Chi phí tài chính cao đi kèm với đòn bẩy tài chính lớn chính là lý do để công ty lựa chọn cắt giảm cổ tức bởi lẽ thu nhập sau lãi và thuế (EBIT) giảm khi tỷ lệ nợ tăng cao, ảnh hưởng đến nguồn chia cổ tức cũng như kế hoạch của ban quản lý về việc giảm chia cổ tức để tăng tái đầu tư cũng như hạn chế sự phụ thuộc vào hoạt động vay nợ vốn có nhiều rủi ro tài chính.

Quy mô công ty (SIZE): Kết quả ước lượng FGLS đã ghi nhận bằng chứng về tương quan nghịch biến giữa quy mô công ty (đại diện bằng tổng tài sản) và tỷ lệ cổ tức của các công ty ngành công nghiệp. Ước lượng FGLS cho thấy, hệ số beta đạt -0.322, nếu các yếu tố khác không đổi, tốc độ tăng tài sản tăng 1%, thì tỷ lệ chia cổ tức giảm 32.25% và ngược lại (mức ý nghĩa 1%). Kết quả này tương tự với nghiên cứu của Bushra và Mirza (2015) nhưng trái với kết quả nghiên cứu của H. T. Nguyen và cộng sự (2015), Trisanti (2018), Bach (2019), do các công ty sử dụng lợi nhuận để đầu tư vào tài sản, mở rộng quy mô kinh doanh nên hạ thấp tỷ lệ cổ tức. Ngoài việc tăng lợi nhuận không chia để tái đầu tư vào tài sản, quy mô tài sản lớn sẽ làm cho hàng loạt chi phí kinh doanh của doanh nghiệp như chi phí khấu hao, chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí tài chính, ... tăng lên, giảm lợi nhuận ròng và ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ lệ cổ tức.

Tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài (FCA): Tương quan trái chiều giữa tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài và tỷ lệ cổ tức của các công ty trong ngành công nghiệp được ghi nhận tại mức ý nghĩa 5%.

Kết quả hồi quy cho thấy, nếu tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài tăng 1% thì tỷ lệ cổ tức sẽ giảm 0.51% (hệ số beta là -0.0051) và ngược lại. Các công ty có tỷ lệ vốn đầu tư nước ngoài cao hơn có khuynh hướng chia cổ tức thấp hơn. Nghiên cứu của Lam và cộng sự (2012), Sakinc và Gungor (2015) cũng có ghi nhận kết quả tương tự. Thực tế cho thấy, đầu tư vào ngành công nghiệp là kỳ vọng đầu tư lâu dài, nhà đầu tư nước ngoài gia tăng tỷ lệ sở hữu không vì cổ tức mà kỳ vọng vào tính bền vững của kết quả kinh doanh trong dài hạn.

Hình thức chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu (CSD): Sử dụng ước lượng bằng FGLS chỉ ra rằng hình thức chi trả cổ tức (trả bằng tiền và cổ phiếu) của các công ty ngành công nghiệp có tác động đến tỷ lệ chia cổ tức. Các công ty chi trả cổ tức kết hợp bằng tiền và cổ phiếu giúp gia tăng mức cổ tức lên 97.45% (hệ số beta 0.9745 với mức ý nghĩa 1%). Kết quả nghiên cứu phù hợp với kết luận của M. C. Jensen và Meckling (1976), Baker và Wurgler (2004), Firth và cộng sự (2016). Những công ty kết hợp cả hai cách chia cổ tức, sử dụng linh hoạt hình thức chi trả cổ tức theo tình hình thực tế giúp nâng cao lợi ích cho cổ đông.

5. Kết luận và hàm ý quản trị

5.1. Kết luận

Với kỳ vọng tìm ra các nhân tố tác động đến tỷ lệ chia cổ tức của các công ty nhóm ngành công nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh trong giai đoạn 2009 - 2020 bằng phương pháp FGLS để phân tích số liệu của 39 công ty trong nhóm ngành này. Kết quả cho thấy các yếu tố: Thu nhập trên mỗi cổ phần, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu, quy mô công ty, sở hữu nước ngoài và hình thức cổ tức bằng tiền hay cổ phiếu tác động đến tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV). Trong đó, thu nhập mỗi cổ phần và hình thức chi trả cổ tức (CSD) là hai biến có tác động cùng chiều đến tỷ lệ chi trả cổ tức (DIV). Kết quả cũng cho thấy, chi cổ tức bằng tiền mặt đem đến lợi ích cao hơn cho cổ đông so với cổ tức bằng cổ phiếu.

5.2. Hàm ý quản trị

Một trong hai nguyên nhân mà một công ty có EPS cao đó là tạo ra được lợi nhuận ròng lớn. Công ty có thể dùng lợi nhuận ròng vào việc chia cổ tức hoặc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Thực tế, công ty có thể sử dụng cùng lúc hai việc này, nói cách khác đó chính là cách thức phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu đã cho thấy rằng, EPS có tác động dương với tỷ lệ cổ tức do đó các công ty nhóm ngành công nghiệp cần xem đây là chỉ dấu về phân phối thu nhập. Nếu muốn tăng tỷ lệ cổ tức nhằm thỏa mãn kỳ vọng của cổ đông và nhà đầu tư chứng khoán, trước hết doanh nghiệp cần tận dụng các cơ hội để cải thiện thu nhập - nguồn lực để chia cổ tức, đồng thời ưu tiên hình thức cổ tức bằng tiền hơn là chia cổ tức bằng cổ phiếu sẽ làm tăng số lượng cổ phiếu lưu hành, làm giảm EPS. Chắc chắn rằng khi quyết định chia cổ tức cao sẽ phải đối diện với áp lực về dòng tiền cho kinh doanh, cần chuẩn bị các phương án huy động nguồn tài trợ bổ sung khi cần thiết. Giải pháp này đặc biệt phù hợp khi doanh nghiệp đang ở giai đoạn tăng trưởng nhanh chuẩn bị tiến đến trạng thái bão hòa cơ hội kinh doanh.

Từ kết quả phân tích dữ liệu nhận thấy rằng khi doanh nghiệp tăng nợ vay khi có nhu cầu vốn thì tỷ lệ cổ tức giảm xuống, nhưng mức giảm không đáng kể (0.67%). Vì thế các công ty ngành công nghiệp có thể cân nhắc chấp nhận sự đánh đổi giữa chia cổ tức và tăng huy động vốn từ các kênh tín dụng trên thị trường tài chính. Giá trị tổng tài sản là một trong những chỉ tiêu phản ánh quy mô của công ty. Mục tiêu tăng tổng tài sản cũng phần nào phản ánh triển vọng thu nhập của doanh nghiệp, nhưng mức độ sinh lời của tài sản còn tùy thuộc vào tính chất của tài sản cũng như việc doanh nghiệp khai thác tài sản như thế nào, đặc biệt là các doanh nghiệp mà tiền thân là doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa thường có giá trị tài sản rất lớn nhưng có một số tài sản chưa thực sự được sử dụng hiệu quả. Chính vì thế khuyến nghị các doanh nghiệp cần sắp xếp và hợp lý hóa việc đầu tư và sử dụng tài sản, có kế hoạch tăng giảm quy mô tài sản một cách phù hợp

với chiến lược tài chính của mình, đặc biệt chú trọng đến sự đánh đổi giữa tăng trưởng quy mô doanh nghiệp thể hiện qua tổng tài sản và tỷ lệ cổ tức.

Về chính sách cổ tức tại các công ty ngành công nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, nếu doanh nghiệp muốn thu hút nguồn vốn ngoại thì cần tập trung vào các giải pháp liên quan đến hiệu quả kinh doanh và khai thác mọi cơ hội kinh doanh để phát triển trong dài hạn hơn là tạo sự hấp dẫn nhà đầu tư bằng chính sách cổ tức cao bởi lẽ đặc thù ngành công nghiệp có thời gian hoàn vốn khá dài. Ngoài ra, đối với nhà đầu tư trong nước, nếu kỳ vọng một tỷ lệ cổ tức hấp dẫn thì nhóm ngành công nghiệp có vốn ngoại không phải là lựa chọn tối ưu.

Nghiên cứu này chỉ tập trung vào các chỉ tiêu tài chính quan trọng của các công ty ngành công nghiệp mà chưa đưa vào mô hình những yếu tố phi tài chính như: thực trạng công nợ (chính sách bán chịu), động cơ của quản lý công ty, ... Những nghiên cứu tiếp theo có thể bổ sung thêm các biến khác vào mô hình nghiên cứu này để làm rõ hơn những yếu tố tác động đến chính sách cổ tức của các công ty.

LỜI CẢM ƠN

Nghiên cứu này là sản phẩm của đề tài số T2021.02.2 được tài trợ bởi Trường Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh.

Tài liệu tham khảo

- Ahmed, S., & Murtaza, H. (2015). Critical analysis of the factors affecting the dividend payout: Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 3(3), 204-212.
- Aivazian, V. A., Booth, L., & Cleary, S. (2006). Dividend smoothing and debt ratings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 439-453.
- Alli, K. L., Khan, A. Q., & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. *Financial Review*, 28(4), 523-547.
- Al-Malkawi, H. A. N., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9(1), 171-200.
- Bach, H. T. T. (2019). Nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết [Factors affecting dividend policy of listed seafood companies]. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán*, 7(192), 13-16.
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Beck, N., & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with time-series cross-section data. *American Political Science Review*, 89(3), 634-647.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “The bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Bushra, A., & Mirza, N. (2015). The determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 20(2), 77-85.
- Edmund, N. K. N. (2018). Determinants of dividend policy among banks listed on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Business & Financial Affairs*, 7(1), 1-7.

- Firth, M., Gao, J., Shen, J., & Zhang, Y. (2016). Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 65(2016), 91-107.
- Frankfurter, G. M., & Wood, B. G., Jr. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111-138.
- Gangil, R., & Nathani, N. (2018). Determinants of dividend policy: A study of FMCG sector in India. *IOSR Journal of Business and Management*, 20(2), 40-46.
- Gordon, M. J. (1962). The savings investment and valuation of a corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37-51.
- Gujarati, D. N., Porter, D. C., & Gunasekar, S. (2012). *Basic econometrics*. New York, NY: Tata McGraw-Hill Education.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281-312.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Khan, F. A., & Ahmad, N. (2017). Determinants of dividend payout: An empirical study of pharmaceutical companies of Pakistan Stock Exchange (PSX). *Journal of Financial Studies & Research*, 2017(2017), 1-16.
- Lam, K. C., Sami, H., & Zhou, H. (2012). The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market. *China Journal of Accounting Research*, 5(3), 199-216.
- Le, D. T., Bui, T. D., & Duong, C. V. (2019). Nhân tố tác động đến chính sách cổ tức tiền mặt của các công ty niêm yết [Factors affecting cash dividend policy of listed companies]. *Tạp chí Tài chính*, 2(11), 26-30.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Manjunatha, K., & Akash, S. B. (2019). An analytical study on determinants of dividend policy with special reference to selected BSE sensx companies. *Journal of Management Research and Analysis*, 6(1), 36-41.
- Mehta, A. (2012). An empirical analysis of determinants of dividend policy-evidence from the UAE companies. *Global Review of Accounting and Finance*, 3(1), 18-31.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Ngo, L. V. M. (2016). Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt tại Việt Nam [Factors affecting cash dividend payment policy in Vietnam]. *Tạp chí Khoa học và Công nghệ*, 2(2016), 180-186.

- Nguyen, H. T. M., Nguyen, D. T. T., & Nguyen, L. T. T. (2014). Những nhân tố ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức của các công ty cổ phần tại Việt Nam [Factors affecting dividend payment policy of joint stock companies in Vietnam]. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 210(2014), 33-42.
- Nguyen, H. T., Le, H. T. T., & Bui, L. T. (2015). Chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) [Dividend policy of companies listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange]. *Tạp chí Khoa học và Phát triển*, 7(2015), 1212-1221.
- Nguyen, P. T. K. (2020). Ảnh hưởng của các nhân tố trên báo cáo tài chính đến chính sách cổ tức của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội [The influence of the factors on the financial statements on the dividend policy of non-financial companies listed on the Hanoi Stock Exchange]. *Tạp chí Khoa học & Đào tạo Ngân hàng*, 212&213(2020), 55-63.
- Nguyen, T. T. N., & Bui, P. K. (2017). Nghiên cứu các yếu tố quyết định đến chính sách chi trả cổ tức bằng kỹ thuật hồi quy Fama - MacBeth: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam [Studying the determinants of dividend policy by Fama - MacBeth regression technique: Empirical evidence in Vietnam]. *Tạp chí Phát triển kinh tế*, 28(9), 4-24
- Priya, P. V., & Mohanasundari, M. (2016). Dividend policy and its impact on firm value: A review of theories and empirical evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, 3(3), 59-69.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Sakinc, I., & Gungor, S. (2015). The relationship between ownership structure and dividend: An application in Istanbul stock exchange. *Journal of Economics and Development Studies*, 3(4), 19-30.
- Trisanti, T. (2018). Analysis of the factors influencing dividend policy: Evidence of Indonesian listed firms. *KnE Social Sciences*, 12(2018), 201-225. doi:10.18502/kss.v3i10.3377
- Truong, L. D., & Pham, T. P. (2015). Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh [Factors affecting dividend policy of companies listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange]. *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, 38(15), 67-74.
- Walter, J. E. (1963). Dividend policy: Its influence on the value of the enterprise. *The Journal of Finance*, 18(2), 280-291.
- Wang, X., Manry, D., & Wandler, S. (2011). The impact of government ownership on dividend policy in China. *Advances in Accounting*, 27(2), 366-372.
- Zhong, Y. (2016). Analysis of dividend policy influence factors of China's listed banks. *Open Journal of Social Sciences*, 4(3), 272-278.

